



Les leviers de création de valeur de configurations d'investisseurs en capital risque : le cas d'un réseau régional de Business Angels

Carine Girard, Gilles Certhoux

► To cite this version:

Carine Girard, Gilles Certhoux. Les leviers de création de valeur de configurations d'investisseurs en capital risque : le cas d'un réseau régional de Business Angels. *Revue française de gouvernance d'entreprise*, 2010, (7), pp.9-25. hal-00771146

HAL Id: hal-00771146

<https://hal.science/hal-00771146>

Submitted on 11 Oct 2013

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

***LES LEVIERS DE CRÉATION DE VALEUR
DE CONFIGURATIONS D'INVESTISSEURS
EN CAPITAL RISQUE :
LE CAS D'UN RÉSEAU RÉGIONAL
DE BUSINESS ANGELS***

Carine GIRARD

Enseignante-chercheur en Finance

Gilles CERTHOUX

Enseignant-chercheur en Entrepreneuriat

AUDENCIA NANTES – Ecole de Management¹

Résumé :

A partir de l'approche intégrée de la gouvernance, cette étude de cas analyse le rôle dynamique des capacités cognitives d'investisseurs en capital risque à partir de leurs relations avec l'entrepreneur. Ces relations sont évolutives et font émerger différentes configurations d'investisseurs grâce au réseau. En phase d'amorçage, le choix du réseau par l'entrepreneur est déterminant pour réduire la nature tacite des informations et des connaissances. Cette coordination cognitive influence le processus d'apprentissage de l'entreprise grâce aux différentes formes d'engagement mises en œuvre par l'investisseur professionnel chef de file et par les co-investisseurs, plus ou moins engagés dans le projet.

Mots-clés : Société de capital-risque, Business Angels, rôle cognitif, réseaux d'investisseurs, gouvernance d'entreprise, engagement actionnarial.

¹ Centre pour la Responsabilité Globale - 8 route de la Jonelière, BP 31222
44312 NANTES

INTRODUCTION

Pendant plusieurs années, la recherche en finance s'est peu intéressée à l'hétérogénéité des investisseurs. Tout d'abord classés dans une catégorie homogène d'individus, le rôle de l'actionnaire a été réduit à celui d'apporteur de ressources financières et d'assomption de risque financier. L'apparition d'actionnaires « non dormants » exerçant leurs droits décisionnels² en cas d'apparition de conflits d'intérêt avec la direction des sociétés dans lesquelles ils ont apporté leurs capitaux a conduit plusieurs travaux à mesurer les effets de leur activisme sur le processus de création des sociétés critiquées. Selon l'approche juridico-financière de la gouvernance, ce comportement tout d'abord critique à l'égard de la performance financière des titres détenus en portefeuille et de la gouvernance des sociétés émettrices (Wahal, 1996) se traduit par l'émergence de mécanismes alternatifs de gouvernance dont les effets en terme de coûts et gains d'agence dépendent du degré d'activisme exercé. Plusieurs travaux (Del Guercio et Hawfins, 1999) mesurent ce degré par l'identité de l'investisseur. Mais, au regard de la diversité des comportements actifs des investisseurs, cette classification entre actionnaires actifs et passifs ne semble plus être pertinente. Par exemple, dans une étude récente, Becht et *al.* (2007) reprenant les propos de Tucker (2005) décrivent le fonds de pension Hermès U. K. comme un « *mix of traditional investor, private equity firm and hedge fund* ». De même, la société française d'investissements Wendel était décrite dans le quotidien *Le Monde*³ comme un acteur du *Private Equity* qui « dans le cas de sa prise de participation minoritaire de 17,8% au capital du groupe de matériaux Saint-Gobain » s'est comporté comme un hedge fund activiste.

Si pendant les années 1980-1990, l'activisme actionnarial était essentiellement pratiqué aux Etats-Unis par des investisseurs institutionnels et occasionnellement en France par des associations d'investisseurs, aujourd'hui on constate plusieurs nouveautés dans le comportement actif des investisseurs. Citons plusieurs curiosités. Certains hedge funds qualifiés d'actifs empruntent des droits de vote pour critiquer les décisions managériales lors de la tenue des assemblées générales. Des réseaux d'investisseurs se constituent pour influencer les décisions environnementales, sociales et de gouvernance des sociétés. D'autres actionnaires actifs, qualifiés d'« investisseurs de long terme socialement responsables » (Hess, 2007), s'engagent dans des projets environnementaux et sociaux. Enfin, des sociétés de capital risque tels que les Business Angels à la Cité (B. A. C.) s'engagent également dans des

2 Les droits décisionnels se décomposent en droit d'utiliser les actifs de la firme, de l'aliéner et de s'en approprier le produit de cession (droit à l'*usus*, l'*abusus*, le *fructus*).

3 *Le Monde* - « La crise financière relance l'activisme des fonds » - 27 décembre 2007

projets sociaux tels que la création d'entreprises dans des quartiers populaires pour y apporter, non seulement, leurs ressources financières, mais également, leurs connaissances, compétences et capacités. Tous ces mixages d'investisseurs traditionnels, professionnels, plus ou moins actifs, voire engagés dans une cause non actionnariale, mobilisant ou non des réseaux sociaux nous amènent à analyser la diversité des rôles joués par des configurations investisseurs.

Selon le cadre conceptuel développé par Wirtz (2006) reposant sur une approche intégrée de la gouvernance, certains types d'investisseurs jouent un rôle mixte à la fois disciplinaire et cognitif⁴ en fonction du stade de développement de l'entreprise. Son approche est intéressante car elle met en évidence l'aspect dynamique des capacités cognitives des investisseurs essentielles dans une entreprise en création au travers des mécanismes de gouvernance et de leur impact sur le processus de création de valeur.

Le présent papier cherche à comprendre le rôle dynamique de configurations d'actionnaires à travers l'intensité des variables disciplinaires et cognitives agissant sur le processus de création de valeur. Nous nous sommes notamment demandés si l'entrepreneur pouvait configurer son actionnariat pour démarrer et développer son entreprise et quelles conséquences a l'évolution de cette configuration sur la gouvernance de l'entreprise créée lors des différentes phases de développement de l'entreprise.

Cet article est articulé de la manière suivante. Dans une première partie, nous présentons le cadre conceptuel. Dans une seconde partie, nous répondons aux questions posées par une étude de cas sur le rôle dynamique joué par un réseau de business angels sur la gouvernance de la société ATE.

4 Le terme cognitif est associé à celui de « gain de compétences », « sachant que ces compétences trouvent leur principale source dans les bases de connaissances qu'apportent ou que contribuent à construire les différentes parties prenantes » (Charreaux, 2006).

1. RÔLES DE CONFIGURATIONS D'INVESTISSEURS

Une opération de financement par capital-risque est un modèle spécifique de gouvernance d'entreprise (Stéphany, 2003 ; Van den Bergh et Leveau, 2002). Cette spécificité repose notamment sur la volonté de suivi et de partenariat des investisseurs avec le dirigeant. Traditionnellement, on distingue deux grandes catégories d'investisseurs en capital risque : le Business Angel (noté dorénavant BA) et le Capital Investisseur (désormais noté CI). Cependant, cette distinction n'est pas aussi évidente, car des configurations variées d'investisseurs apparaissent à l'intérieur même de ces sous catégories. Par exemple, Sorheim et Landström (2001) distinguent quatre groupes d'« *informal investors* » : investisseurs « *loto* » (faible activité, faible compétence) ; traders (forte activité, faible compétence) ; investisseurs analytiques (faible activité, forte compétence) ; « *pure* » business angels (forte activité, forte compétence). Pour Hugot (2000), plusieurs variables expliquent leurs différences : l'origine du fonds d'investissement (international, national, régional) ; son degré d'indépendance par rapport à ses mandants (adossement ou non à des organismes publics) ; son intervention pendant l'un des stades de développement de l'entreprise ; son degré de spécialisation dans un secteur d'activité et son degré d'intervention (participation minoritaire ou majoritaire, comportement plus ou moins actif). Cette dernière variable explicative mesure en fait le degré d'activisme de l'investisseur, degré renforcé par l'appartenance à des réseaux locaux, nationaux voire internationaux d'investisseurs. Or, comme le souligne Charreaux (2006), ces réseaux peuvent apparaître comme un vecteur de mobilisation des compétences mais aussi comme un mécanisme de prévention de conflits cognitifs et de correction d'erreurs de jugement et de raisonnement destructrices de valeur. L'ensemble de ces mécanismes, activisme et réseaux, sont des formes d'engagement plus ou moins tacites qui émergent au cours des différentes phases de développement de l'entreprise en création. Leur rôle est double : aligner les intérêts des dirigeants avec ceux des investisseurs en capital risque et rapprocher les structures cognitives des parties prenantes engagées dans le projet de création d'entreprise. Revenons sur cette dualité entre fonction disciplinaire et cognitive exercée par les mécanismes de gouvernance initiés par différentes configurations d'investisseurs en capital-risque pendant les différents stades de développement d'une entreprise en création.

1. 1. Plusieurs catégories d'investisseurs en capital-risque

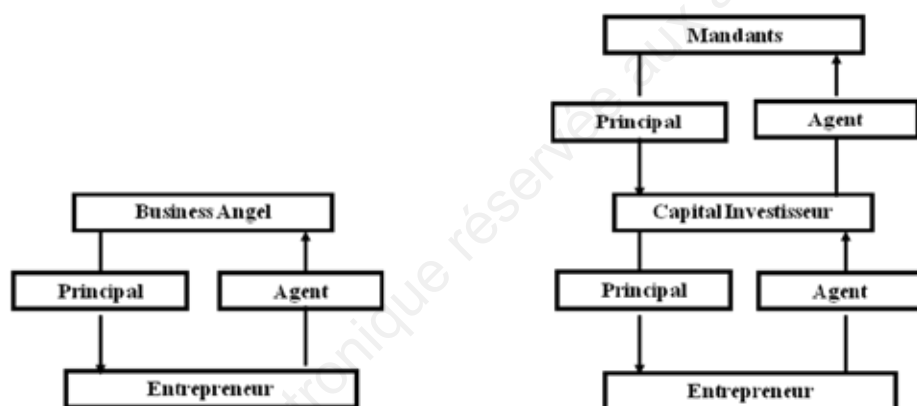
Les investisseurs en capital risque financent les entreprises à travers une série d'investissements séquentiels. Dans une phase d'amorçage, l'entrepreneur choisira soit un CI soit un BA pour l'aider à expliciter son projet de création d'entreprise, à l'évaluer et à lui trouver les financements nécessaires. Lorsque cette entreprise a utilisé les ressources financières de ce premier tour de financement, elle sollicite

d'autres investisseurs en capital pour se développer. Comme le souligne Ferrary (2006), ces différents tours d'investissement correspondent à une maturation de l'entreprise et, corollairement, à une décroissance du risque. Ce risque est fonction de la difficulté d'estimer les flux nets de trésorerie dégagés par une entreprise encore inexistante et de leur incertitude quand à leur réalisation.

Dans ce contexte de forte incertitude, les relations contractuelles liant l'entrepreneur et la société de capital risque ne sont pas les mêmes en fonction du statut de l'investisseur.

Selon l'approche juridico-financière de la gouvernance, le CI est à la fois agent et principal (figure ci-dessous)

Figure 1 : Le CI et le BA : deux approches différentes pour gérer leur relation avec l'entrepreneur



Il est l'agent d'investisseurs apporteurs des capitaux nécessaires à la constitution de son fonds. Il rend compte à ces mandants sur ses compétences pour les inciter à lui confier leurs capitaux en adoptant une démarche qui se veut rassurante pour sélectionner et analyser les projets de création d'entreprise. Sa réputation se construit à partir des résultats obtenus sur les projets antérieurs. Le CI va signer avec l'entrepreneur un contrat le plus exhaustif possible et mettre en place des mécanismes de gouvernance dans le but de contrôler l'entrepreneur perçu comme « un voleur potentiel » (Arthurs et Busenitz, 2003).

Contrairement au CI, le BA ne cherche pas à rédiger un contrat exhaustif trop coûteux car il est difficile *ex ante* d'identifier et de contrôler tous les paramètres. Il s'appuie sur son expérience et ses réseaux pour apprécier l'entrepreneur et son projet. Dans cette relation contractuelle, l'entrepreneur n'est pas perçu comme un agent opportuniste mais comme un intendant.

Selon la « *stewardship theory* » traduite par théorie de l'intendance (Davis et *al.*, 1997 ; Donaldson et Davis, 1991), les conflits éventuels entre l'entrepreneur et l'investisseur relèvent davantage d'un désaccord de bonne foi (Arthus et Busenitz, 2003) plutôt que d'un comportement opportuniste. Par conséquent, selon l'approche cognitive de la gouvernance, des conflits d'une autre nature apparaissent alors entre l'entrepreneur et l'investisseur. Ces conflits cognitifs sont issus d'une divergence de vision stratégique ou d'un désaccord sur les opportunités d'investissement et d'innovation à mener et influencent le processus de coordination cognitive mis en place par l'entrepreneur et l'investisseur. Ces conflits peuvent être favorables à l'innovation et à la construction de connaissances nouvelles à la condition que chaque partie impliquée tolère une marge de désaccord et soit capable d'écouter et d'intégrer les positions de chacun (Doise et Moscovici, 2003).

L'intensité de leurs communications en réunions tout d'abord informelles et par la suite formelles au sein du comité de direction a également pour fonction de débiaiser l'entrepreneur intendant pour lui éviter de commettre des erreurs de jugement et de raisonnement destructrices de valeur. Cette relation entre l'entrepreneur et le BA présent au comité de direction « agit comme un catalyseur par la construction de mécanismes de confiance » (Sheperd et Zacharakis, 2001).

Ce mécanisme de gouvernance mobilise non seulement les capacités cognitives d'un investisseur professionnel « chef de file » impliqué dans le comité de direction mais également celles des co-investisseurs membres de son réseau.

1.2. La dynamique du réseau d'investisseurs en capital risque

A notre connaissance, d'autres études empiriques ont tenté d'expliquer le rôle dynamique des BA à partir d'un modèle intégrant plusieurs approches. Par exemple, Sohreim (2003) tente d'expliquer la diversité des comportements d'investisseurs professionnels pendant la phase de pré-sélection de l'investissement à partir des trois dimensions du capital social.

La dimension structurelle est liée à l'importance des contacts entre les individus ou groupes d'individus d'un même réseau. Comme l'explique Wirtz (2006), l'investisseur professionnel impliqué dès la phase d'amorçage joue un rôle déterminant dans la collecte et le traitement d'une information tacite. Son rôle est alors d'évaluer le projet en fonction, non seulement, de leur expérience d'entrepreneur antérieure, mais également, en fonction de leur rapidité à collecter les informations manquantes, privées et pertinentes grâce à un des mécanismes de

gouvernance, le réseau. Cet investisseur en tant que leader ou chef de file exerce alors une fonction entrepreneuriale et perceptive sur les opportunités d'investissement de l'entreprise en création. Il est d'ailleurs parfois assimilé à un co-fondateur ou à un co-entrepreneur (Landström, 1998).

Selon l'approche de Sohreim (2003), la deuxième dimension du capital social est la dimension relationnelle liée aux caractéristiques même des relations entre les parties impliquées et à leur évolution. Le développement de ces relations entre co-investisseurs, membres du réseau, est à l'origine de plusieurs mécanismes de gouvernance informels tels que la confiance et la réputation. Par exemple, les investisseurs relationnels (« *relational investors* ») s'impliquent auprès du dirigeant. Selon l'approche juridico-financière de la gouvernance, cet investissement relationnel se traduit par trois éléments : une participation financière élevée (de 5 à 10 %), un horizon d'investissement de long terme (en moyenne, 4 ans) et un engagement réciproque (Baghat et al., 2004). Cet engagement est lié au comportement actif de l'investisseur qui apporte à l'entrepreneur une assistance permanente dans la réalisation de l'activité opérationnelle et stratégique de la firme (Gordon, 1994).

Pour Sohreim (2003), cette dimension relationnelle est étroitement liée à la troisième : la dimension cognitive. Elle est importante car elle facilite la coopération et l'échange d'informations et explique la codification des connaissances jusqu'alors tacites. Avec la maturation de l'entreprise, on constate une diversification des investisseurs.

Lors de ces différentes étapes de création, le réseau exerce plusieurs fonctions. Il est utilisé par les investisseurs professionnels co-entrepreneurs pour collecter les informations tacites nécessaires à l'évaluation du projet de création d'entreprise (Ferrary, 2006), mais aussi, pour déclencher des processus relationnels facilitant l'action collective entre co-investisseurs et constituant une forme spécifique de discipline sociale (Lazega, 2006). Ainsi, pendant les différents stades de création de l'entreprise, des formes d'engagement plus ou moins tacites apparaissent avec des investisseurs professionnels et relationnels.

Ces formes d'engagement exercent de manière combinée une fonction à la fois disciplinaire et cognitive. Une fonction cognitive puisqu'elles facilitent la mobilisation de leviers de compétences auprès d'investisseurs variés et permettent également « de mettre à l'épreuve les schémas cognitifs des dirigeants et de prévenir ou corriger leurs erreurs » (Charreaux, 2006). Une fonction disciplinaire génératrice de coûts d'agence lorsqu'il s'agira d'organiser le retrait d'un investisseur non engagé.

2. APPLICATION À L'ENTREPRISE ATE

La méthodologie de recherche retenue est une étude de cas. Nous avons eu l'opportunité de pouvoir étudier « in vivo » le processus d'investissement au sein de l'entreprise ATE⁵ sur une période de 14 mois (octobre 2006 – décembre 2007). Notre démarche nous a amenés à chercher à comprendre le « pourquoi et le comment » (Yin, 1994) de ce processus ce qui justifie le recours à une approche de type qualitatif.

En 2005, au cours de sa phase d'amorçage, le créateur de l'entreprise, monsieur Damice, a construit sa recherche d'investisseurs en capital- risque en fonction de plusieurs critères : ses besoins de ressources financières et de compétences nécessaires au développement de son projet. Après une première expérience avec un CI (QFD : société de capital-investissement régionale) qualifié par monsieur Damice d'«actionnaire dormant », il décide en octobre 2006 de choisir un autre investisseur plus impliqué que QFD entré au capital d'ATE fin 2005.

Notre recherche a tout d'abord suivi cette étape de sélection d'octobre à décembre 2006 puis de janvier - décembre 2007, nous avons observé l'interaction des BA choisis et de monsieur Damice à travers les mécanismes de gouvernance.

Cette démarche est itérative car elle s'appuie à la fois sur des périodes d'observation, d'entretiens en profondeur complétées par une revue de la littérature.

Des entretiens en profondeur ont été menés avec monsieur Damice fondateur de la société ATE ainsi qu'avec les deux BA présents aux comités de direction : monsieur Martin, président de la structure BAO Investissements (BAOI) regroupant près de 30 BA qui ont investi dans ATE et monsieur Durand membre de BAOI. Une structure de capital-risque CIB est entrée au capital d'ATE en mars. Son représentant monsieur Clère a lui aussi été interrogé. La teneur de ces interviews a évolué au cours du temps. Durant la première phase, ils ont permis de formaliser l'observation de la situation alors qu'au cours de la seconde phase, ils ont eu pour objectif de comprendre la relation dirigeant-BA et ses effets sur le système de gouvernance.

2. 1. A la recherche d'investisseurs professionnels

ATE est une entreprise de distribution de produits de décoration, textile et arts de la table. Elle compte, en avril 2007, 8 points de vente (6 en franchise et 2 en intégré).

Avant de créer ATE, M. Damice a effectué le développement de la chaîne F-T (meubles et objets de décoration) sous forme de magasins en franchise. Entre

5 Les noms des différents intervenants et de l'entreprise ont été modifiés pour conserver leur anonymat.

1998 et 2003, M. Damice a ouvert plus de 80 points de vente en France. Il devait rechercher des locaux et entreprendre les démarches pour en faire des magasins F-T. Il recrutait les futurs franchisés et après signature du contrat, les assistait pour les travaux d'aménagement jusqu'à l'ouverture de leur point de vente. Son expérience professionnelle lui a permis d'acquérir une capacité à identifier et à obtenir les emplacements commerciaux adaptés à l'activité de F-T. Cette compétence est reconnue car il est souvent contacté par les aménageurs d'espaces commerciaux ou par les agences spécialisées dans la vente d'emplacements commerciaux avant information officielle sur le marché. De plus, M. Damice possède une capacité à recruter et à convaincre les futurs franchisés de rejoindre la chaîne F-T. Il se définit d'ailleurs comme « un développeur qui a besoin parfois d'être freiné pour ne pas aller trop vite ».

Bénéficiant d'une opportunité fin 2004, il crée une société pour acquérir deux fonds de commerce à l'enseigne F-T. L'exploitation de ces deux points de vente lui permet d'avoir une connaissance plus approfondie des consommateurs. Il constate que certains articles contribuent proportionnellement plus au chiffre d'affaires que la part qu'ils occupent en termes de surface commerciale. M. Damice y voit une opportunité de proposer un nouveau type de point de vente ce qui donne naissance au concept ATE. Il positionne ce concept autour :

- d'une offre de produits de moyenne de gamme à prix discount ;
- de la présentation des articles par univers de couleurs ;
- et d'une mise en situation des articles pour donner des idées au consommateur.

Un premier magasin intégré est ouvert pour tester et améliorer le concept. M. Damice établit une stratégie de développement reposant sur la création de magasins en franchise et d'établissements intégrés avec un objectif d'une centaine en 2010. Pour y parvenir, il a besoin de capitaux. Après avoir rencontré plusieurs CI, M. Damice propose à QFD d'entrer au capital d'ATE.

Fin 2005, QFD prend 22 % du capital pour un montant de 50 000 €. Selon les variables retenues par Hugot (2000) pour identifier plusieurs configurations d'investisseurs, QFD présente les caractéristiques d'un fonds d'investissement régional adossé à un organisme public régional qui intervient aussi bien en phase d'amorçage que de développement. Il n'est pas spécialisé dans le secteur d'activité d'ATE. Il est un actionnaire minoritaire peu engagé. Son implication se traduit uniquement par la cession de sa participation financière en cas de désaccord ou de mécontentement avec l'entrepreneur.

M. Damice est informé de la vente d'un réseau d'une quinzaine de points de vente. M. Damice attend de QFD qu'il l'aide à analyser et valoriser les points de vente

et à monter le dossier de financement. Pour cela, il propose au responsable du dossier ATE de l'accompagner dans cette visite de trois jours. M. Damice pense ainsi développer la relation sociale qui est pour Cable et Shane (1997) un des cinq facteurs permettant d'établir une coopération avec le CI. En effet, trois jours ensemble devraient permettre de développer un « bon fit » ce qui est pour Sheperd et Zacharakis (2001) une condition permettant d'établir une confiance entre les deux parties. QDF ne répond pas à sa demande et l'opportunité s'envole. M. Damice prend conscience que QDF et lui « ne sont pas sur la même longueur d'onde ». Pour lui « QDF n'est qu'un actionnaire dormant ».

En juin 2006, M. Damice cherche à « recruter » l'actionnaire correspondant à ses attentes. Cette phase de recrutement se traduit par plusieurs rencontres entre M. Damice et plusieurs structures de CI et de BA. Trois organisations sont intéressées par son dossier. En octobre 2006, il contacte M. Martin président de BAOI Investissements, structure qui regroupe près de 30 BA. Elle investit sur des projets de création, en général en phase d'amorçage. En fonction de leur intérêt pour le dossier proposé, certains BA investissent aussi en nom propre. A cette époque, BAOI est présent au capital de dix sociétés ayant des activités dans des secteurs différents (technologie, presse, industrie de transformation, produits cosmétiques, logiciels). M. Martin a une bonne expérience du capital-investissement, il a réalisé plus de cinquante investissements personnels et en syndication dans des sociétés. Son expérience professionnelle lui permet d'appréhender la partie financière du projet (évaluation, prise de participation) et d'aider l'entrepreneur sur les montages financiers nécessaires au développement de l'entreprise.

En s'appuyant sur l'analyse de Hugot (2000), BAOI se distingue de la configuration classique d'investisseurs financiers tels que QDF par son appartenance à une société regroupant des investisseurs régionaux et par sa participation minoritaire plus active. Dans une première phase de sélection du « capital pertinent » (Saetre, 2003) par M. Damice, M. Martin a été choisi de par ses compétences, son expertise et sa capacité à créer une coordination cognitive composée de co-investisseurs, plus ou moins engagés, qui interviennent selon les besoins pendant les différentes phases de développement.

2.2. La dynamique de la configuration d'investisseurs pendant les différentes phases

Le premier rendez-vous avec les BA se passe bien. Selon M. Damice, les deux investisseurs professionnels qui le reçoivent lui « posent les bonnes questions sur son projet et le courant passe avec M. Martin ». Ils apprécient M. Damice pour ses compétences d'entrepreneur et son expérience professionnelle mais pense « qu'il faut cadrer son tempérament de fonceur ». Le projet ATE lui paraît intéressant. Cet

investissement, s'il se fait, permettra de diversifier le portefeuille de participations. M. Martin pense réduire le risque lié à cette participation pour deux raisons. Premièrement, un des investisseurs professionnels connaît ce secteur car il a effectué une partie de son activité au sein de la grande distribution. Deuxièmement, ce secteur permet de répartir le risque entre activité proprement dite de distribution et immobilier commercial.

S'engager aux côtés du dirigeant est la méthode de travail suivie par BAOI. M. Damice demande notamment que deux investisseurs professionnels représentant BAOI soient présents à chaque comité de direction mensuel (il en fait presque une condition pour que BAOI puisse investir dans ATE). Plusieurs rendez-vous se succèdent rapidement :

- visite du premier magasin ATE par M. Martin d'abord seul puis quelques jours après accompagné de trois co-investisseurs ;
- analyse détaillée du projet notamment par rapport aux besoins financiers ;
- rencontre entre M. Martin et QFD pour étudier sa sortie du capital d'ATE (M. Damice y est fortement attaché) ;
- présentation du dossier à l'ensemble des BA.

Début janvier 2007, BAOI et 15 BA investissent 250 000 € représentant 40% du numéraire. Afin de laisser la majorité à M. Damice, deux propositions sont faites. La priorité est donnée à la Financière Damice (société détenant les participations de M. Damice et de sa famille) pour le rachat des actions de QFD, BAOI interviendra en complément si nécessaire. Une partie de l'investissement de BAOI est en obligations convertibles en actions avec engagement de non conversion totale ou partielle si les objectifs sont atteints (objectifs définis en nombre de magasins, de chiffre d'affaires et de rentabilité). Dans ce cas, une prime de non conversion est alors prévue. Cette première étape définit les relations contractuelles entre BAOI et M. Damice. Cette relation contractuelle est de long terme car, en moyenne, BAOI reste dans le capital pendant une période d'au moins 4 ans. Néanmoins, cette relation génère des coûts d'agence liés à l'organisation de la sortie du premier CI QFD.

Dans une seconde étape, la présence de ces nouveaux investisseurs de long terme va se traduire par un fort degré d'engagement dans les organes de direction de l'entreprise. Conformément à la vision disciplinaire de la gouvernance, cette implication forte a pour objectifs de prévenir les éventuels conflits d'intérêt avec l'entrepreneur, mais aussi, selon l'approche cognitive de la gouvernance, d'établir une relation de coopération et de confiance avec ce dernier grâce à la mobilisation des compétences de chacune des parties impliquées.

Afin de réduire les éventuels conflits d'agence, messieurs Martin et Durand, les deux investisseurs professionnels, seront présents aux comités de direction mensuels. A titre d'exemple, le premier comité⁶ a été consacré aux points suivants :

- analyse de l'activité des trois magasins ouverts et de la trésorerie ; définition des documents de *reporting* mensuels. Les tableaux proposés par M. Damice sont enrichis de données complémentaires. Certaines améliorations sont proposées par M. Damice même si il sait pertinemment que « le système d'information actuel d'ATE va rendre longue et difficile leur collecte ». Il a clairement pour objectif d'être le plus « transparent possible pour rendre compte au mieux de l'activité d'ATE et pouvoir prendre ainsi les bonnes décisions aidé en cela par les BA ». Conformément, à l'approche disciplinaire, cette décision a pour objectif de réduire l'asymétrie informationnelle, génératrice de coûts d'agence par la mise en place de mécanismes informationnels plus efficaces. Cette première décision se traduira par la suite par une diminution de près de 30 % des coûts informatiques d'équipement des points de vente (matériel, logiciels, maintenance). Cependant, il est important de souligner que cette réduction de coûts est liée à la mobilisation du réseau de BAOI qui grâce aux conseils d'un des BA, créateur-dirigeant d'une société informatique, a fourni à M. Damice les arguments pour négocier cette remise. Ainsi, conformément à notre cadre conceptuel, l'approche disciplinaire et cognitive se complète.
- point sur l'augmentation de capital et la nouvelle répartition du capital : examen et validation des modalités de sortie de QFD. Comme nous l'avons mentionné, cette décision est importante pour réduire les coûts d'agence liés à la présence d'un investisseur professionnel non impliqué.
- définition de l'organigramme de la société en étudiant deux recrutements : un Responsable Administratif et Financier (RAF) et un animateur de réseau. Le RAF est validé, sa candidature a été présentée par l'expert comptable d'ATE qui l'a vu effectuer dans l'entreprise qui l'emploie actuellement un travail identique à celui nécessaire pour structurer la gestion d'ATE (construction du système d'information et des tableaux de bord , relations avec les banquiers,...). Le recrutement de l'animateur réseau n'est pas validé, les BA pensent que la situation de ATE ne le justifie pas encore.
- analyse des projets d'ouverture de magasins. Pour valider les choix des points de vente, les BA souhaitent pouvoir disposer d'un prévisionnel des investissements ainsi que de l'étude d'implantation (structure et potentiel de la zone de chalandise, caractéristiques du local, calcul du chiffre d'affaires et de la rentabilité prévisionnels du magasin, profil des franchisés ou des gérants).

6 Les décisions ne pourront être mises en œuvre qu'après signature du procès-verbal du comité. Il serait trop fastidieux de détailler chacun des comités de direction. Nous avons choisi de présenter cette première réunion pour montrer le type de relation qui s'établit entre le dirigeant et les BA.

Comme nous venons de l'illustrer et dans un premier temps, ces deux investisseurs professionnels ont pour rôle de réduire la nature tacite des informations et connaissances et de débiaiser la structure cognitive de M. Damice grâce à la mise en place de mécanismes de gouvernance spécifiques tels que leur engagement dans le comité de direction et dans le réseau.

Au cours de la phase de développement, BAOI a utilisé son réseau de plusieurs manières. Il a notamment mis en contact le RAF avec un consultant, ancien directeur administratif et financier d'un réseau de points de vente, pour l'aider à faire face à l'intégration éventuelle d'un réseau de quarante magasins environ (réseau T) et à évaluer son impact sur la structure ATE. Enfin, l'arrivée en mars 2007, d'un autre CI CIB plus socialement responsable a eu une incidence sur le système de gouvernance d'ATE. Conformément aux études de Harrison et Mason (2000) et de Madill *et al.* (2005), la présence de BA engagés « cautionne » l'entreprise en création, d'où l'entrée au capital de nouveaux investisseurs. L'entrée de ce co-investisseur, dans le sens où le directeur associé de ce fonds d'investissement régional M.Clère gère un fonds d'investissement socialement responsable, va contribuer à mettre en place chez ATE une réflexion sur la politique sociale d'ATE, plus particulièrement une réflexion sur le travail des enfants chez certains fournisseurs d'ATE (en majorité, originaires du Mahgreb et d'Extrême-Orient). Ce co-investisseur engagé dans une cause sociale a utilisé son réseau pour mettre M. Damice en contact avec des experts dans le domaine pour le guider dans sa démarche de responsabilité sociale. Son parcours professionnel explique cette sensibilité à une approche socialement responsable. M. Clère a rejoint CIB après une expérience professionnelle d'entrepreneur complétée par une activité au sein d'une société d'investissements spécialisée dans les opérations financières à destination des PME. CIB propose d'investir dans des FIP (Fonds d'Investissement de Proximité) constitués en majorité de prise de participations dans des entreprises locales pour permettre aux investisseurs de devenir des acteurs du développement régional. Il met en avant la motivation éthique de ce type d'investissements affectés en priorité à des entreprises locales du secteur du développement durable.

Le comportement des membres de l'équipe constituant CIB est très proche de celui des investisseurs professionnels dans la mesure où :

- ils investissent à titre personnel dans ces FIP.
- ils accompagnent les entrepreneurs des sociétés dans lesquels ils investissent au niveau stratégique, commercial, industriel, fiscal. Ils sont ou ont été chefs d'entreprise.
- ils mobilisent un réseau de chefs d'entreprise spécialisés dans un secteur

particulier qui apportent une expérience opérationnelle et des compétences en réseau pour les entrepreneurs financés.

Cette proximité en termes d'état d'esprit et de mode de fonctionnement peut expliquer la présence conjointe de CIB et de BAOI au capital d'ATE.

Aujourd'hui, malgré une coopération harmonieuse et efficace entre M. Damice et BAOI, le développement d'ATE est compromis. De nouveaux des coûts cognitifs refont surface suite aux gros ennuis de santé de M. Damice. Cette situation n'ayant pas pu être anticipée, aucun dirigeant n'assure la succession de M. Damice. BAOI travaille sur cette piste notamment avec un franchisé qui pourrait avoir les compétences d'assurer la direction d'ATE.

CONCLUSION

Selon le cadre conceptuel développé par Wirtz (2006) reposant sur une approche intégrée de la gouvernance, certaines catégories d'investisseurs jouent à la fois un rôle disciplinaire et cognitif en fonction du stade de développement de l'entreprise au sein de laquelle ils détiennent une participation financière minoritaire. Cette approche permet d'identifier le rôle évolutif de plusieurs configurations d'investisseurs professionnels lors des premières années de création d'entreprise, notamment au travers de l'évolution dynamique des mécanismes de gouvernance.

A partir d'une étude de cas, nous observons dans une phase d'amorçage que la présence d'un premier CI passif a généré des coûts cognitifs du fait de son manque d'engagement et des coûts d'agence liés à la résolution du conflit d'intérêt entre ce CI et le l'entrepreneur (c'est-à-dire l'organisation de la sortie de cet actionnaire gênant). Dans un deuxième temps, la sélection d'un réseau de BA professionnels engagés a permis à l'entrepreneur de réduire à la fois la nature tacite des informations (Ferrary, 2006) et connaissances (Wirtz, 2006), grâce à la mise en place d'un comité de direction proactif réuni tous les mois et à la coopération des co-investisseurs de la structure BAOI pour apporter leurs compétences, leur expertise et leurs réseaux. Cet engagement fort de BAOI a permis de générer des gains de « compétences ». Contrairement à d'autres études de cas, celle-ci se caractérise par la mobilisation d'un réseau composé également d'un co-investisseur socialement responsable. Ce réseau a permis de sensibiliser le dirigeant sur le travail des enfants par certains de ses fournisseurs et de le guider dans la mise en place d'une démarche de responsabilité sociale. Malheureusement, suite aux problèmes de santé de ce dernier, l'évolution de la gouvernance de l'entreprise étudiée vers

une gouvernance plus socialement responsable est aujourd'hui remise en cause et génère à nouveau des coûts d'agence et cognitifs (tableau ci-dessous).

Tableau 1 : Les leviers de création de valeur en fonction de la configuration d'investisseurs

	2005 à octobre 2006	octobre 2006 à novembre 2007		Novembre- décembre 2007
Configuration d'investisseurs	QFD = CI actionnaire traditionnel passif	QFD + BAOI	BAOI + CIB (Investisseur Socialement Responsable)	Remise en question
Systèmes de gouvernance	Pacte d'actionnaires Pas de confiance	Pacte d'actionnaires Comité de direction proximité coopératif Confiance Réseaux de	Réseaux d'investisseurs Début d'une démarche de responsabilité sociale	Perte de confiance
Efficience	Coûts cognitifs	Coûts d'agence + coûts cognitifs et gains de « compétences »	Coûts cognitifs	Coûts cognitifs

Notre recherche n'est pas exempte de limites. La durée du processus d'évolution est de courte durée. De plus, il existe un problème de validité de la connaissance produite à la fois subjective et contextuelle. Cette limite est liée au choix de la méthode interprétative. Le choix d'un cas unique pose le problème de la représentativité de l'entreprise et des conditions d'applicabilité à d'autres cas mettant en relation un investisseur (CI ou BA) et un entrepreneur. Cependant la nature de la recherche nous a amenés à décrire une réalité observée avant de l'expliquer. Afin de confirmer les résultats obtenus, il serait nécessaire de repérer plusieurs cas d'entreprises similaires pour parvenir à des explications et représentations satisfaisantes. Une autre limite de cette recherche tient au caractère subjectif de l'interprétation des propos des intervenants, il aurait fallu la compléter par une analyse sémantique.

Néanmoins, ce travail ouvre de nouvelles perspectives de recherche. Est-ce que la mise en place d'une nouvelle démarche de responsabilité sociale dans une entreprise qui a déjà connu en peu de temps de profondes mutations génère davantage de coûts cognitifs que de gains ? A partir de quel stade d'évolution de cette démarche, des gains cognitifs apparaissent ? Quels sont les mécanismes de

gouvernance à mettre en place pour favoriser l'émergence de ces gains cognitifs ? Si la présence d'investisseurs professionnels de long terme est créatrice de gains cognitifs pendant les premières années de développement, alors par quels types d'investisseurs faut-il les remplacer pour créer encore davantage de valeur ?

BIBLIOGRAPHIE

Arthurs J.D. et Busenitz L.W. (2003), « The boundaries and limitations of agency theory and stewardship theory in the Venture Capitalist / Entrepreneur relationship », *Entrepreneurship: Theory & Practice*, vol.28, n° 2 p. 145-162.

Bhagat S., Black B., Blair M. (2004), « Relational investing and firm performance », *Journal of Financial Research*, vol. 27, n°1, p1-30.

Becht M., Franks J., Mayer C. et Rossi S. (2007), « Returns to shareholder activism-Evidence from a clinical study of the Hemes U. K. Focus Fund », *European Corporate Governance Institute*, working paper.

Cable D.M. et Shane S. (1997), « A prisoner's dilemma approach to entrepreneur-venture capitalist relationship », *Academy of Management Review*, vol.22, p. 142-176.

Charreaux G. (2006) « Pour une gouvernance d'entreprise 'comportementale' : une réflexion exploratoire... », in G. Charreaux et P. Wirtz (coord.), *Gouvernance des entreprises Nouvelles perspectives*, Economica.

Davis J.H., Schoorman F.D. et Donaldson L. (1997), « Toward a stewardship theory of management », *Academy of Management Review*, vol. 22, p. 20-47.

Del Guercio D. et Hawkins J. (1999), « The motivation and impact of pension fund activism », *Journal of Financial Economics*, vol. 52, p. 293-340.

Doise W. et Moscovici S. (2003), « Les décisions en groupe », in Moscovici, *Psychologie Sociale*, p. 213-328.

Donaldson L. et Davis J.H. (1991), « Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns », *Australian Journal of Management*, vol. 42, p. 433-449.

Ferrary M., (2006), « Apprentissage collaboratif et réseaux d'investisseurs en capital-risque » *Revue Française de Gestion*, n° 163, p. 171-181.

Gordon J. N. (1994), « Institutions as relational investors: a new look at cumulating voting », *Columbia Law Review*, Vol. 94, n° 1, 124-192.

- Harrison T. et Mason C. (2000), « Venture capital market complementarities : the links between business angels and venture capital funds in the United Kingdom », *Venture Capital*, vol.2, n° 3, p. 223-242.
- Hess D. (2007), « Public pensions and the promise of shareholder activism for the next frontier of corporate governance: sustainable economic development », *working paper*, University of Michigan.
- Hugot J. B. (2000), « Le guide des sociétés de capital Investissement », *Les éditions de management*, 3^{ème} éd., coll. L'Entreprise, Paris.
- Landström, H., (1998) Assessment of business opportunities, *Financial Management*, Stockholm : Kluwer.
- Lazega E. (2006), « Le capital social de l'organisation flexibilisée », *Revue Française de Gestion*, n° 163, p. 127-137.
- Madill J., Haines Jr J. et Riding A (2005), « The role of angels in technology SMEs: a link to venture capital », *Venture Capital*, vol. 7, n° 2, p. 107-131.
- Saetre A. S. (2003), « Entrepreneurial perspectives on informal venture capital », *Venture Capital*, vol. 5, n° 1, p. 71-94.
- Sheperd D. et Zacharakis A. (2001), « The venture capitalist-entrepreneur relationship: control, trust and confidence in co-operative behaviour » *Venture Capital*, vol.3, n° 2, p.129-149.
- Sorheim R. (2003), « The pre-investment behaviour of business angels: a social capital approach », *Venture Capital*, vol. 5, n° 4, p. 337-364.
- Sorheim R. et Landström H. (2001), « Informal investors – a categorization, with policy implications », *Entrepreneurship & Regional Development*, vol. 13, p. 351-370.
- Stéphany E. (2003), *La relation capital-risque/PME –de Boeck*, Bruxelles.
- Van den Berghe L. et Leveau A. (2002), « The role of the Venture Capitalist as a monitor of the company : a corporate governance perspective », *Corporate Governance : an international review*, vol. 10, n° 3, p. 124-135.
- Wahal S. (1996), « Pension fund activism and firm performance », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 31, p. 1-23.
- Wirtz P. (2006), « Compétences, conflits et création de valeur : une approche intégrée de la gouvernance », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 9, n° 2, p. 187-221.
- Yin R. (1994), *Case Study Research: Design and Method*, 2^e édition, Sage.